

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abbildungsverzeichnis	X
Abkürzungsverzeichnis	XII
1 Einführung	1
1.1 Fragestellung: Möglichkeiten der Automatisierung und des Wettbewerbs von Börsen	1
1.2 Gang des Buches	4
2 Empirische Untersuchung	6
2.1 Erkenntnisleitende Interessen der empirischen Untersuchung	6
2.2 Empirisches Feld	6
2.3 Erhebungsmethode	7
2.4 Auswertungsverfahren und Ergebnisdarstellung	8
3 Wertpapierhandel	9
3.1 Beschreibung der Wertpapiermärkte	9
3.1.1 Börsenbegriff	9
3.1.2 Marktformen und Marktobjekte	11
3.1.3 Marktteilnehmer	13
3.1.4 Handelsphasen	16
3.2 Effizienz des Wertpapierhandels	17
3.2.1 Effizienzkriterium Transaktionskosten	18
3.2.2 Wirkungszusammenhang zwischen Transaktionskosten und Effizienzfaktoren	22
3.2.2.1 Informationseffizienz	22
3.2.2.2 Markttransparenz	24
3.2.2.3 Liquidität	26
3.2.2.4 Konsolidierung des Orderstromes	28
3.2.2.5 Preisstetigkeit	30
3.2.2.6 Integrität	30
3.2.2.7 Interdependenzen zwischen den Effizienzfaktoren	31
4 Automatisierung des Wertpapierhandels	33
4.1 Informationsphase	35
4.1.1 Darstellung der Informationsphase	35
4.1.2 Automatisierung der Informationsphase	38
4.1.2.1 Nichtautomatisierte Informationsphase	40
4.1.2.2 Informationsphase einer computerunterstützten Parkettbörse	41
4.1.2.3 Informationsphase im Telefonhandel	41
4.1.2.4 Informationsphase im Bildschirmhandel	42
4.1.3 Effizienzanalyse der Automatisierung der Informationsphase	43
4.2 Orderroutingphase	49

4.2.1	Darstellung der Orderroutingphase	50
4.2.2	Automatisierung der Orderroutingphase	51
4.2.2.1	Nichtautomatisiertes Orderrouting	51
4.2.2.2	Teilautomatisiertes Orderrouting	52
4.2.2.3	Vollautomatisiertes Orderrouting	52
4.2.3	Effizienzanalyse der Automatisierung der Orderroutingphase	53
4.3	Preisfeststellungsphase	54
4.3.1	Darstellung der Preisfeststellungsphase	55
4.3.1.1	Preisfindung durch Einzelverhandlung	55
4.3.1.2	Preisfindung im auftragsgesteuerten Handel	56
4.3.1.3	Preisfindung im notierungsgesteuerten Handel	58
4.3.1.4	Hybridformen der Preisfeststellung	59
4.3.2	Automatisierung der Preisfeststellungsphase	60
4.3.2.1	Preisfeststellung ohne technische Unterstützung	60
4.3.2.2	Bilaterale Preisfeststellung am Telefon	62
4.3.2.3	Bilaterale Preisfeststellung durch Verhandlung über ein Computersystem	62
4.3.2.4	Preisfeststellung durch Preisimport	63
4.3.2.5	Computerunterstützte Preisfeststellung im Parketthandel	63
4.3.2.6	Preisfeststellung durch Orderauswahl vom Bildschirm	63
4.3.2.7	Preisfeststellung durch fortlaufendes Ordermatching	64
4.3.2.8	Preisfeststellung durch periodisches Matching	65
4.3.2.9	Preisfeststellung durch vollintegrierte Intermediationsfunktion	66
4.3.3	Effizienzanalyse der Automatisierung der Preisfeststellungsphase	66
4.4	Abwicklungsphase	71
4.4.1	Darstellung der Abwicklungsphase	72
4.4.2	Automatisierung der Abwicklungsphase	73
4.4.2.1	Nichtautomatisierte Abwicklung	74
4.4.2.2	Teilautomatisierte Abwicklung	74
4.4.2.3	Vollautomatisierte Abwicklung	75
4.4.3	Effizienzanalyse der Automatisierung der Abwicklungsphase	76
4.5	Zusammenfassende Betrachtung	77
5	Börsenreorganisation im Spannungsfeld der Interessen	80
5.1	Gestaltungsmotive von Börsenleistungen	81
5.1.1	Börsenleistungen als Effizienztreiber	82
5.1.2	Börsenleistungen als Marktmachtinstrument	83
5.1.3	Börsenleistungen im Spannungsfeld von Marktmacht und Effizienz	87
5.2	Ökonomische Einflüsse auf die Gestaltung von Börsenleistungen ..	90
5.2.1	Börsliche governance structure	93
5.2.2	Interessen der Investoren	96
5.2.3	Interessen der Börsenmitglieder bzw. Handelsplattformbetreiber ..	97
5.3	Individualpsychologische Bedürfnisse	100
5.4	Implikationen für das Design von Handelsplattformen	102
6	Börsenwettbewerb als Effizienztreiber	106
6.1	Transaktionskosten als Effizienzkriterium für die Organisation des Wertpapierhandels	106

6.1.1	Relevanz der Transaktionskosten	107
6.1.2	Market Impact	108
6.1.3	Kommissionskosten	109
6.1.4	Bid-Ask-Spread	110
6.2	Börsenwettbewerb als mehrschichtiger Wettbewerb um Orders	111
6.2.1	Zugangswettbewerb	114
6.2.2	Preisfeststellungswettbewerb	114
6.2.3	Interbörsenwettbewerb	115
6.2.4	Börsenregulierungswettbewerb	117
6.3	Externe Effekte bei Börsenwettbewerb	118
6.3.1	Marktversagen durch externe Effekte	118
6.3.2	Handelsobjektspezifikationen	119
6.3.2.1	Property-Rights-Theorie als Erklärungshilfe für den Innovationsschutz	120
6.3.2.2	Property Rights an „Derivatpatenten“	121
6.3.3	Publizitätsvorschriften	124
6.3.4	Markttransparenz	127
6.3.4.1	Property Rights an Börseninformationen	127
6.3.4.2	Quotierung auf Verhandlungsbasis	132
6.3.5	Preisfeststellung	134
6.3.5.1	Einhaltung der Prioritätsregeln	134
6.3.5.2	Ausdünnung des Orderstromes bei preisfeststellenden Börsen	136
6.3.5.3	Quotierungsverhalten bei Orderstromfragmentierung	138
6.4	Funktionsfähigkeit des mehrschichtigen Börsenwettbewerbs	144
6.4.1	Funktionsfähigkeit des Börsenzugangswettbewerbs	144
6.4.2	Funktionsfähigkeit des Preisfeststellungswettbewerbs	147
6.4.2.1	Überweite informelle Minimumticks	148
6.4.2.2	Überweite formale Minimumticks	149
6.4.2.3	Der Zusammenhang zwischen payment for orderflow und dem überweiten Minimumtick der NYSE	150
6.4.3	Funktionsfähigkeit des Interbörsenwettbewerbs	152
6.4.3.1	Funktionsfähigkeit des vertikalen Interbörsenwettbewerbs	152
6.4.3.2	Funktionsfähigkeit des substitutiven Interbörsenwettbewerbs	153
6.4.3.3	Funktionsfähigkeit des lateralen Interbörsenwettbewerbs	153
6.4.3.4	Funktionsfähigkeit des horizontalen Interbörsenwettbewerbs	154
6.4.4	Funktionsfähigkeit des Regulierungswettbewerbs	158
6.5	Regulierung des Börsenwettbewerbs	159
6.5.1	Regulierung	159
6.5.2	Marktversagen versus Hierarchieversagen	160
6.5.3	Regulierungsmaßnahmen	161
6.5.3.1	Schaffung von institutionalisierten Intermarktverbindungen	162
6.5.3.2	Installierung einer zentralen Marktüberwachung	163
7	Schlußbetrachtung	168
	Anhang	171
	Literaturverzeichnis	179

Abbildungsverzeichnis

Abb. 2-1:	Übersicht über die besuchten Handelsplätze	6
Abb. 2-2:	Stichprobenstruktur	8
Abb. 3-1:	Pyramidale Schichtung des klassischen Börsenwesens	10
Abb. 3-2:	Systematisierung gängiger Marktobjekte	12
Abb. 3-3:	Marktteilnehmer	14
Abb. 3-4:	Handelsphasen	16
Abb. 3-5:	Beispiele für den Informationsbedarf je Handelsphase	16
Abb. 3-6:	Untersuchungsspezifische Transaktionskostensystematiken ..	18
Abb. 3-7:	Phasenorientierte Komponenten der Transaktionskosten	19
Abb. 3-8:	Effizienzfaktoren und Effizienzkriterium	22
Abb. 3-9:	Markttransparenz und Transaktionskosten	25
Abb. 3-10:	Interdependenzen zwischen den Effizienzfaktoren	32
Abb. 4-1:	Automatisierungs- und Disintermediationsprozesse	34
Abb. 4-2:	Einordnung der Handelsplattformen nach ihrem Automatisierungsgrad	35
Abb. 4-3:	Einfluß des Handelsdesign auf die Informationsphase	39
Abb. 4-4:	Automatisierungsgrad der Informationsphase beispielhaft herangezogener Handelsplattformen	40
Abb. 4-5:	Informationsbedarf	44
Abb. 4-6:	Auswirkungen der Automatisierung der Informationsphase auf die Effizienzfaktoren	49
Abb. 4-7:	Der Automatisierungsgrad der Orderroutingphase beispielhaft herangezogener Handelsplattformen	51
Abb. 4-8:	Auswirkungen der Automatisierung der Orderrouting- phase auf die Effizienzfaktoren	54
Abb. 4-9:	Preisfindung durch Einzelverhandlung	55
Abb. 4-10:	Einheitskursverfahren	57
Abb. 4-11:	Fortlaufende Notierung	58
Abb. 4-12:	Preisfindung in quote-driven-markets	59
Abb. 4-13:	Automatisierungsgrad der Preisfeststellungsphase beispielhaft herangezogener Handelsplattformen	60
Abb. 4-14:	Beispiel eines Orderbuchs	61
Abb. 4-15:	Auswirkungen der Automatisierung der Preisfeststellungs- phase auf die Effizienzfaktoren	70
Abb. 4-16:	Abwicklungsprozeß bei börsengehandelten Derivaten	72
Abb. 4-17:	Automatisierungsgrad der Abwicklungsphase beispielhaft herangezogener Handelsplattformen	74
Abb. 4-18:	Auswirkungen der Automatisierung der Abwicklungsphase auf die Effizienzfaktoren	76
Abb. 4-19:	Auswirkungen auf die Effizienzfaktoren in allen Handels- phasen	77
Abb. 5-1:	Börsenleistungen	81
Abb. 5-2:	Gestaltungsmotive von Börseninstitutionen	88
Abb. 5-3:	Determinanten der Automatisierung einer Handelsplattform .	103

Abb. 6-1:	Durchschnittliche Transaktionskosten der NYSE	107
Abb. 6-2:	Durchschnittlicher Renditeverlust durch die Transaktionskosten der NYSE	108
Abb. 6-3:	Börsenwettbewerb als vierschichtiger Orderwettbewerb	113
Abb. 6-4:	Interbörsenwettbewerbsbeziehungen der NYSE in den USA ..	115
Abb. 6-5:	Quotierte und ausgeführte Kurse	133
Abb. 6-6:	Ausdünnung des preisbestimmenden Marktsegmentes	137
Abb. 6-7:	Segmentspezifische Verluste der Handelsanteile der NYSE in NYSE-gelisteten Aktien	137
Abb. 6-8:	Zusammenfassung der externen Effekte durch Orderfragmentierung auf den bid-ask-spread	142
Abb. 6-9:	Zusammenfassung der externen Effekte durch Börsenwettbewerb auf den bid-ask-spread	142
Abb. 6-10:	Quotierungsarbitrage mit provisionsinduzierter Orderstromselektierung	151